

瀚蓝环境 (600323.SH)

25 年年报点评：内生增长潜力充足，启动收购粤丰剩余股权，业绩有望进一步增厚

瀚蓝环境发布 2025 年年报，全年实现营业收入 139.37 亿元，同比+17.25%；归母净利润 19.73 亿元，同比+18.58%。

- 协同效益持续释放，大幅增厚利润。**瀚蓝环境发布 2025 年年报，全年实现营业收入 139.37 亿元，同比+17.25%；归母净利润 19.73 亿元，同比+18.58%；其中，25Q4 实现营业收入 42 亿元，同比+33.13%；归母净利润 3.68 亿元，同比+32.14%。公司拟派发末期股息 0.8 元/股，叠加中期分红 1.05 元/股，合计分红比例达到 43.39%，同比+4.19pct。
- 固废主业收入利润稳健增长，粤丰并表增效显著。**2025 年公司营业收入同比增加 20.51 亿元，其中粤丰环保贡献收入增量 27.21 亿元，若剔除该因素，则公司收入同比下降 6.7 亿元（PPP 工程收入同比下降 3 亿元，公司主动优化南海环卫业务降低收入 3.8 亿元）；若剔除去年同期固废电费和污水处理费等往期一次性收入带来的 1.7 亿元影响，则公司营收同比增加 1.8 亿元，其中垃圾焚烧、排水业务收入各增加 9000 万元。公司 25 年归母净利润同比增加 3.1 亿元，若剔除去年同期一次性收入的影响，归母净利润同比增加 4.8 亿元，其中粤丰环保并表后贡献 2.7 亿元，公司原固废业务业绩增加 8000 万元，主要受益于供热规模扩大、部分项目炉渣调价等，以及能源业务新增确认子公司业绩补偿收入 4564 万元。
- 供热实现亮眼增长，降本增效成效显著。**公司积极拓展供热业务，2025 年新增 7 个项目签订对外供热协议（固废一部 2 个，二部 5 个），目前已签订的 31 个对外供热业务协议（固废一部 19 个，二部 12 个），其中 24 个项目已实现对外供热（固废一部 16 个，二部 8 个），全年供热量达到 205.76 万吨（同比+38.81%），供热收入 3.13 亿元（同比+47.76%）。与此同时，公司通过精益化管理，不断提高运营效率。2025 年公司生活垃圾吨发电量、吨上网电量分别同比增长 0.99% 和 1.70%，达到 380.11 度和 331.19 度。在工程收入大幅下降的背景下，公司固废处理运营类业务实现 73.82 亿元的收入，同比+34.76%，占固废总收入比重保持 90% 以上，体现公司良好的业务结构和增长潜力。公司通过加强对固废二部的资金统筹调拨、贷款置换和降息等方式，降低财务费用。截至 25 年底，粤丰环保总贷款降低约 23 亿元，负债率从交割日的 61.68% 降至 56.39%。
- 能源与供排水业务稳健，回款明显改善。**2025 年公司能源业务实现收入 37.53 亿元，供水业务实现收入 9.67 亿元，同比均基本持平，排水业务实现收 7.06 亿元，同比-5.36%，主要是零毛利工程收入下降较多及去年同期含美佳东南厂往期一次性收入确认，剔除该因素影响后，排水业务收入增长 9000 万元。公司全年共收回可再生能源补贴约 3.26 亿元，同比有较大改善。
- 盈利预测与估值。**公司公告正在筹划通过发行股份及支付现金（含部分现金由公司控股子公司支付）的方式购买广东南海上市公司高质量发展股权投资基金合伙企业（有限合伙）100% 财产份额及粤丰环保 7.22% 股份，并拟发行股份募集配套资金。本次交易完成后，公司实现对粤丰 100% 并表，进一步增厚业绩和现金流。随着在建项目陆续投产，公司资本开支逐渐下降，现金流有望继续改善，分红仍有进一步提升潜力。预计公司 2026-2028 年归母净利

增持（维持）

周期/环保及公用事业
 目标估值：NA
 当前股价：30.82 元

基础数据

总股本（百万股）	815
已上市流通股（百万股）	815
总市值（十亿元）	25.1
流通市值（十亿元）	25.1
每股净资产（MRQ）	17.9
ROE（TTM）	13.5
资产负债率	70.1%
主要股东	全国社保基金一零一组合
主要股东持股比例	1.75%

股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《瀚蓝环境 (600323)：粤丰带来超预期业绩贡献，内生增长动力充足》2025-10-30
- 《瀚蓝环境 (600323) 25 年中报点评：整合初见成效，业绩增长亮眼》2025-08-27
- 《瀚蓝环境 (600323)：收购扩张+提质增效，固废龙头更上一层楼》2025-08-13

宋盈盈 S1090520080001
 songyingying@cmschina.com.cn
 卢湘雪 研究助理
 luxiangxue@cmschina.com.cn

润分别为 22.03、24.15、25.63 亿元，同比增长 12%、10%、6%，当前股价对应 PE 分别为 11.4x、10.4x、9.8x，维持“增持”评级。

□ 风险提示：收购整合效果不及预期、应收账款回收不及预期、电价补贴下降或取消、项目投产进度不及预期等。

财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	11886	13937	16736	17479	17871
同比增长	-5%	17%	20%	4%	2%
营业利润(百万元)	2085	2908	3156	3460	3672
同比增长	14%	39%	9%	10%	6%
归母净利润(百万元)	1664	1973	2203	2415	2563
同比增长	16%	19%	12%	10%	6%
每股收益(元)	2.04	2.42	2.70	2.96	3.14
PE	15.1	12.7	11.4	10.4	9.8
PB	1.9	1.7	1.5	1.4	1.2

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	10943	13497	14161	15989	20261
现金	4258	2730	1209	2469	6443
交易性投资	139	0	0	0	0
应收票据	5	5	6	6	7
应收款项	4252	8337	10011	10455	10690
其它应收款	121	258	310	324	331
存货	226	292	364	376	382
其他	1943	1874	2261	2358	2409
非流动资产	28362	48720	46624	44741	43048
长期股权投资	1344	2983	2983	2983	2983
固定资产	5616	6385	7077	7701	8263
无形资产商誉	12534	27630	24867	22380	20142
其他	8868	11722	11697	11677	11660
资产总计	39305	62217	60785	60730	63309
流动负债	10397	14505	10916	8504	8596
短期借款	2517	3014	2622	0	0
应付账款	3139	3968	4943	5107	5179
预收账款	370	431	537	555	563
其他	4370	7092	2815	2842	2854
长期负债	13688	29139	29139	29139	29139
长期借款	9964	23822	23822	23822	23822
其他	3724	5316	5316	5316	5316
负债合计	24084	43643	40055	37643	37735
股本	815	815	815	815	815
资本公积金	2451	2434	2434	2434	2434
留存收益	10136	11360	13216	15243	17381
少数股东权益	1819	3964	4264	4594	4943
归属于母公司所有者权益	13402	14610	16466	18493	20631
负债及权益合计	39305	62217	60785	60730	63309

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	3273	4018	5307	5898	6017
净利润	1684	2294	2504	2744	2912
折旧摊销	1113	1660	3422	3209	3018
财务费用	510	815	920	926	929
投资收益	(127)	(252)	(597)	(623)	(637)
营运资金变动	41	(421)	(942)	(358)	(206)
其它	51	(79)	0	0	0
投资活动现金流	(1837)	(9077)	(728)	(702)	(689)
资本支出	(1665)	(1545)	(1325)	(1325)	(1325)
其他投资	(171)	(7532)	597	623	637
筹资活动现金流	1308	3417	(6099)	(3936)	(1354)
借款变动	1105	4037	(4832)	(2622)	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	8	(16)	0	0	0
股利分配	(253)	(312)	(347)	(388)	(425)
其他	448	(291)	(920)	(926)	(929)
现金净增加额	2744	(1642)	(1521)	1260	3974

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	11886	13937	16736	17479	17871
营业成本	8447	9308	11595	11981	12151
营业税金及附加	108	237	201	210	214
营业费用	116	123	151	157	161
管理费用	726	890	1071	1119	1126
研发费用	74	92	111	116	119
财务费用	499	794	920	926	929
资产减值损失	(130)	(113)	(127)	(133)	(136)
公允价值变动收益	(11)	11	11	11	11
其他收益	182	265	318	332	340
投资收益	127	252	268	280	286
营业利润	2085	2908	3156	3460	3672
营业外收入	23	36	43	45	46
营业外支出	11	25	30	32	33
利润总额	2097	2919	3169	3474	3686
所得税	413	625	666	729	774
少数股东损益	20	321	300	329	349
归属于母公司净利润	1664	1973	2203	2415	2563

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年成长率					
营业总收入	-5%	17%	20%	4%	2%
营业利润	14%	39%	9%	10%	6%
归母净利润	16%	19%	12%	10%	6%
获利能力					
毛利率	28.9%	33.2%	30.7%	31.5%	32.0%
净利率	14.0%	14.2%	13.2%	13.8%	14.3%
ROE	13.0%	14.1%	14.2%	13.8%	13.1%
ROIC	7.1%	7.1%	6.6%	7.4%	7.5%
偿债能力					
资产负债率	61.3%	70.1%	65.9%	62.0%	59.6%
净负债比率	37.5%	50.3%	43.5%	39.2%	37.6%
流动比率	1.1	0.9	1.3	1.9	2.4
速动比率	1.0	0.9	1.3	1.8	2.3
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
存货周转率	36.7	36.0	35.3	32.4	32.1
应收账款周转率	3.2	2.2	1.8	1.7	1.7
应付账款周转率	2.6	2.6	2.6	2.4	2.4
每股资料(元)					
EPS	2.04	2.42	2.70	2.96	3.14
每股经营净现金	4.01	4.93	6.51	7.23	7.38
每股净资产	16.44	17.92	20.19	22.68	25.30
每股股利	0.31	0.43	0.48	0.52	0.55
估值比率					
PE	15.1	12.7	11.4	10.4	9.8
PB	1.9	1.7	1.5	1.4	1.2
EV/EBITDA	22.3	16.0	9.1	9.0	9.0

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。